

## Dell (DELL.O/DELL US)

### AI 需求推動營運加速成長並優於市場共識

#### 增加持股・重啓評等

收盤價 May 29 (US\$)	113.63
3 個月目標價 (US\$)	122.5
12 個月目標價 (US\$)	149.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	31.1

#### 焦點內容

1. FY1Q26 因高營利率之存儲業務營收占比下滑而使 EPS 低於市場共識 8%。
2. FY2Q26 動能來自 AI 伺服器放量，EPS 財測優於市場共識 9%。
3. Dell 具垂直整合優勢，營運成長性可望優於產業平均。

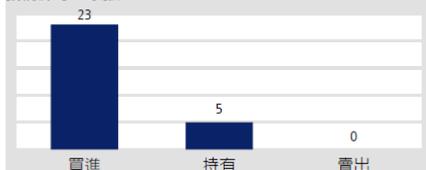
#### 交易資料表

市值：(US\$bn)	77.7
流通在外股數 (百萬股)：	344
機構持有比例 (%)：	73.1
3M 平均成交量 (百萬股)：	7.7
52 週股價 (低\高) (US\$)：	66.2-179.7

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.6	(10.9)	(36.6)
相對表現 (%)	11.3	(8.9)	(48.8)

#### 市場綜合評等

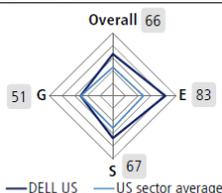
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	91	130	150
潛在報酬 (%)	(19.9)	14.4	32.0

資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

Dell FY2Q26 營收與獲利展望優於市場共識，盤後股價上漲 2%。凱基給予「增加持股」之評等，目標價為 149 美元 (14x FY2026F EPS)。

#### 評論及分析

**FY1Q26 因高營利率之存儲業務營收占比下滑而使 EPS 低於市場共識 8%。** Dell 公告 FY1Q26 (2025 年 2-4 月) 財報，營收季減 2%、年增 5% 至 233.8 億美元，符合市場共識；但因營利率約 16% 之存儲業務營收占比由 20% 下滑至 17%，使 Dell 營利率季減 4.0ppts、年增 0.3ppts 至 7.1%；EPS 季減 42%、年增 17% 至 1.55 美元，低於先前財測 1.65 美元與市場共識 8%。

**FY2Q26 動能來自 AI 伺服器放量，EPS 財測優於市場共識 9%。** Dell 展望 FY2Q26 營收中位數為 290 億美元，隱含年增 16%、季增 24%，優於市場共識 15%，動能來自 AI 伺服器放量、營收預期將自 FY1Q26 之 18 億美元成長至 70 億美元 (以 GB200 換算相當於從約 600 櫃提升至 2,300 櫃)。Dell 預期 FY2Q26 EPS 季增 45%、年增 15% 至 2.25 美元，優於市場共識 9%。

**Dell 具垂直整合優勢，營運成長性可望優於產業平均。** 凱基預估 Dell FY2026/FY2027 EPS 預估分別為 9.50/10.64 美元，相較市場共識 EPS 分別為 9.08/10.13 美元，目前股價交易於約 12/11 倍之 FY2026/FY2027 凱基 EPS 預估，以及 13/11 倍之 FY2026/FY2027 市場共識 EPS 預估。受惠 AI 伺服器營收逐步放量，且 Dell 垂直整合能力較佳、能提供性價比更高的 AI 解決方案，使客戶得以降低部署成本，並帶動 Dell 營收跳升時點領先同業，有助其整體營運成長性優於產業平均。

#### 投資建議

我們重啟評等，給予「增加持股」評等，目標價為 149 美元 (14x FY2026F EPS)。

#### 投資風險

AI 市況因 CSP 廠放緩資本支出而反轉；客戶因經濟衰退而下修訂單量。

#### 主要財務數據

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$ 百萬元)	102,301	88,425	95,567	107,453	113,420
營業毛利 (US\$ 百萬元)	23,427	21,644	21,810	24,109	25,761
營業利益 (US\$ 百萬元)	8,637	7,878	8,529	9,573	10,642
EBITDA (US\$ 百萬元)	11,793	11,181	11,652	12,757	13,799
稅後淨利 (US\$ 百萬元)	5,734	5,425	5,863	6,669	7,472
每股盈餘 (US\$)	7.61	7.37	8.14	9.50	10.64
營收增長率 (%)	1.1	(13.6)	8.1	12.4	5.6
每股盈餘增長率 (%)	22.4	(3.2)	10.5	16.7	12.0
毛利率 (%)	22.9	24.5	22.8	22.4	22.7
營業利益率 (%)	8.4	8.9	8.9	8.9	9.4
EBITDA margin (%)	11.5	12.6	12.2	11.9	12.2
淨負債比 (%)	N.M.	N.M.	N.M.	1,465.1	264.6
股東權益報酬率 (%)	(249.0)	(210.4)	(333.2)	(3,870.6)	272.8

資料來源：公司資料；彭博；凱基

註：財年止於 1 月

**Dell 伺服器營收占比已趨近電腦產品。**Dell 主要業務為提供電腦相關產品，包含筆記型電腦、桌上型電腦、平板電腦、工作站、伺服器、螢幕、印表機、閘道器、軟體、儲存設備，以及網路等產品。Dell 業務可分為基礎設施解決方案(Infrastructure Solutions ; ISG ; FY1Q26 營收占比 44%)、客戶解決方案(Client Solutions ; CSG ; 54%) 與其它 (2%)。其中 (1) ISG：產品包含伺服器、網路產品，以及儲存解決方案，其中 AI 伺服器營收 FY2025 占比達 10%。(2) CSG：主要提供品牌個人電腦，包含筆記型電腦、桌上型電腦與工作站，以及品牌週邊產品，如顯示器、擴充底座、鍵盤、滑鼠、網路攝影機與音訊裝置、第三方軟體與週邊設備；服務類產品則包含系統配置、支援與部署服務。

**Dell 提供性價比更高的 AI 解決方案。**Dell 目前 AI 伺服器營收來源以第 16 代和第 17 代的 IR7000 系列為主，此系列的 AI 伺服器最多可搭載 192 顆 NVIDIA Blackwell Ultra 晶片，訓練 AI 語言模型的效能較前一代產品提升 4 倍，並提供氣冷與液冷兩種散熱解決方案，符合既有資料中心客戶的需求。針對企業客戶的部分，Dell 也有推出 AI Factory 整合平台，提供從資料準備、模型訓練到部署與管理的解決方案，透過結合軟硬體的方式，使 Dell AI Factory 的部署成本比公有雲解決方案減少約 60%，並提升 20%-40%的生產力。

圖 1: Dell 推出液冷散熱 AI 伺服器機櫃



資料來源：公司資料；凱基

**Dell 預期 FY2026 AI 伺服器營收將年增 53%至 150 億美元。**展望 FY2026，ISG 產品線的成長性主要來自 AI 伺服器。目前 Dell AI 伺服器訂單金額已從上一季 17 億美元提升至 121 億美元(產值約當 4,000 櫃 GB200)，動能主要來自 Nvidia B200/GB200 放量，使資料中心業者的訂單量回溫。公司雖預期 FY2Q26 AI 伺服器營收將達 70 億美元、合計 1H26 AI 伺服器營收將達 88 億美元，但考量客戶有提前拉貨以及未來有因地緣政治衝突而必須調整出貨方式的可能性，因此公司仍維持 FY2026 AI 伺服器營收年增 53%至 150 億美元的目標，優於產業平均約 20%-30%之水準。凱基考量近。

期 B200/GB200 供應明顯轉順，且 Nvidia 近期法說亦提及資料中心客戶需求仍持續成長，因此預期 Dell FY2026 整體營運將隨 B200/GB200 放量而逐季向上，且 AI 伺服器營收貢獻將達 172 億美元，優於公司給予之展望，主因係依 Dell 在 Nvidia 供應鏈掌握約 20% 供貨市佔評估，預期 FY2026 將出貨約 3,000 櫃 GB200 產品，貢獻營收即達約 100 億美元；H 系列與 B 系列出貨台數則分別依市場預估之 8/12 萬台以及 Dell 供貨市佔約 10% 估算，營收貢獻約 60 億美元；GB300 則預期 FY4Q26 開始出貨並先以 300 櫃估算，營收貢獻約 12 億美元。非 AI 伺服器與网通產品的部分，基於整體市況相對平淡，FY2026 成長性預期落在 5% 上下的水準；儲存式裝置則受惠 AI 伺服器需求攀升，產品線成長性介於 AI 伺服器與非 AI 伺服器之間，預估營收年增率約 10%。

**圖 2: FY2026 Dell AI 伺服器訂單與營收目標**

FY1Q26 訂單金額	121 億美元
訂單櫃數	4,000 櫃(全數以 GB200 換算)
FY2026 AI 營收目標	150 億美元

資料來源：公司資料；凱基

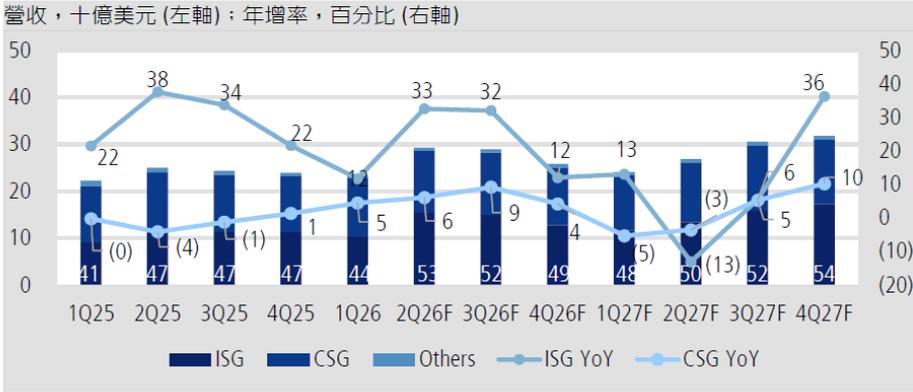
**圖 3: Dell AI 伺服器營收大致維持高速年增率之動能**

財年 曆年	1Q25 1Q24	2Q25 2Q24	3Q25 3Q24	4Q25 4Q24	1Q26 1Q25	2Q26F 2Q25F	3Q26F 3Q25F	4Q26F 4Q25F	1Q27F 1Q26F	2Q27F 2Q26F	3Q27F 3Q26F	4Q27F 4Q26F
伺服器營收 (百萬美元)												
AI	1,700	3,100	2,900	2,100	1,800	6,300	5,355	3,749	3,374	4,723	6,140	6,754
Non-AI	3,766	4,572	4,464	4,534	4,521	4,747	4,605	4,328	4,112	4,318	4,663	5,129
年增率 (%)												
AI	N.A.	N.A.	263	163	6	103	85	79	87	(25)	15	80
Non-AI	(2)	7	16	12	20	4	3	(5)	(9)	(9)	1	19

資料來源：公司資料；凱基預估

FY2027 的部分，考量 GB300 產品將逐步放量，產品價格將由 GB200 NVL72 約 300-350 萬美元之水準成長至 350-400 萬美元，以及資料中心大廠資本支出年增率預期將達到約 10% 上下的水準，預期 AI 伺服器仍將為 Dell FY2027 ISG 產品線之主要成長性；並基於公司在散熱、電源與軟體等領域的整合能力優於競爭對手，有助 AI 營收年增率不低於產業平均約 20% 之水準。非 AI 伺服器的部分，基於目前經濟成長率逐步放緩，且 AI 資本支出將排擠非 AI 預算，故營收貢獻先持平看待；我們預估 Dell ISG FY2026/FY2027 營收分別為 535/583 億美元，年增率分別為 23%/9%。

圖 4: ISG 營收增速高於 CSG，營收比重亦逐步提升



資料來源：公司資料；凱基

獲利性的部分，基於 AI 伺服器營利率僅約 5% 上下，低於非 AI 伺服器，預期 AI 營收規模提升雖會帶動獲利金額提升，但營利率將受到稀釋，預期 ISG 產品線 FY2026/FY2027 營利率分別為 12.6%/12.8%，分別為年增 0.0/0.2ppts。

**Dell 提升 AI PC 電池續航力與運行語言模型能力以鞏固產品競爭力。** CSG 產品線的部分，公司雖提及目前已有超過 7.5 億台 PC 使用超過 4 年，且 win10 升級需求也會帶動換機潮；但基於近幾年 PC 使用年限逐年提升，無法單以 PC 使用年限增加斷定換機需求將升溫，且 AI 導入終端裝置之效益尚不明顯，再加上同業削價競爭使 Dell 近幾年 PC 市占率下滑，故預期 FY2026 換機需求尚不易帶動 Dell 電腦銷量顯著回升，成長性預期與產業平均相當。目前公司將重心放在商用 AI PC，已有多款電腦可運行參數量達 130 億的 AI 語言模型，並兼具 10 小時以上的電池續航力以及提供即時翻譯、智慧搜尋與以圖生文等常見 AI 功能，在高端商用市場維持競爭力，並減少受到同業削價競爭的影響。預估 Dell CSG 產品線 FY2026/FY2027 營收分別為 513/522 億美元，年增率分別為 6%/2%；FY2026/FY2027 營利率則預估分別為 5.5%/5.7%，分別為年減 0.6ppts 與年增 0.2ppts。

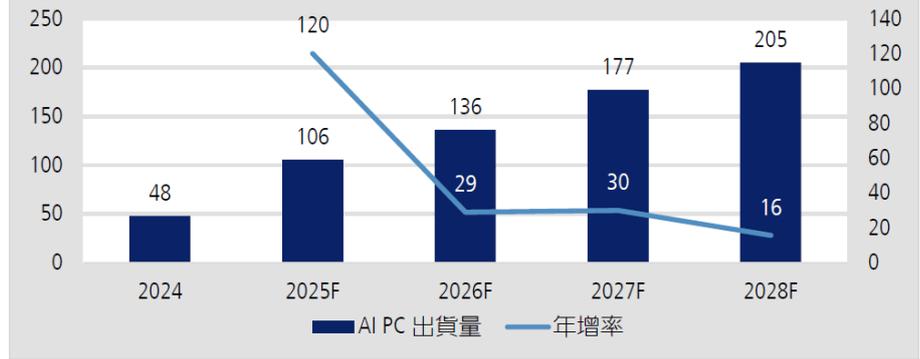
圖 5: 近兩年 Dell PC 市佔率回落至 16%



資料來源：Gartner；凱基

圖 6: 2025 年後 AI PC 逐步放量

全球 AI PC 出貨量, 百萬台 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Canalis; 凱基

Dell 評價偏低, 給予「增加持股」之評等, 目標價為 149 美元。我們預估 Dell FY2026/FY2027 營收分別為 1,075/1,134 億美元, 年增率分別為 12%/6%, 動能主要來自 GB200/GB300 放量帶動 AI 伺服器營收成長; FY2026/FY2027 營利率預估分別為 8.9%/9.4%, 動能來自 AI 產品營收規模提升使獲利性改善與費用率降低, 以及儲存式裝置營收占比提升帶動產品組合轉佳; FY2026/FY2027 EPS 預估分別為 9.50/10.64 美元, 相較市場共識 EPS 分別為 9.08/10.13 美元, 目前股價交易於約 12/11 倍之 FY2026/FY2027 凱基 EPS 預估, 以及 13/11 倍之 FY2026/FY2027 市場共識 EPS 預估。

Dell 過往五年本益比多落於 5-17 倍之間, 考量 (1) Dell 具備 AI 伺服器軟硬體整合能力, 使其營收成長性優於產業平均; (2) 營利率達 16% 之儲存式裝置營收將隨 AI 伺服器放量而攀升, 產品組合轉佳有助公司獲利性提升; (3) Dell 電腦銷量雖受同業削價競爭影響, 但公司透過提升 AI 語言模型運行效能與電池續航力以維持產品競爭力。綜合上述原因, 預期 Dell 本益比將回升至區間中上緣之 14 倍上下浮動; 基於當前評價偏低, 故給予「增加持股」之評等, 目標價為 149 美元 (14x FY2026F EPS)。

圖 7: FY1Q26 財報與 FY2Q26 預估與市場共識比較

Non-GAAP	1Q26						2Q26F					
	公司財測 (中位數)	實際值	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	公司財測 (中位數)	凱基預估	季增 (%)	年增 (%)	市場共識	差異 (%)
百萬元	23,000	23,378	(2.3)	5.1	23,138	1.0	29,000	29,256	25.1	16.9	25,255	15.8
營收		5,057	(13.0)	1.3	5,105	(0.9)		6,406	26.7	16.2	5,454	17.5
毛利		1,666	(37.7)	9.7	1,835	(9.2)		2,469	48.2	18.5	2,162	14.2
營業利益		1,324	(43.2)	13.2	1,456	(9.1)		2,096	58.3	21.7	1,788	17.2
稅前淨利		1,086	(43.2)	13.4	1,176	(7.7)		1,696	56.1	20.1	1,447	17.2
稅後淨利		1.65	(42.2)	17.4	1.68	(7.7)		2.25	56.1	23.8	2.06	17.2
EPS (US\$)		21.6	(2.7)ppts	(0.8)ppts	22.1	(0.4)ppts		21.9	0.3 ppts	(0.1)ppts	21.6	0.3 ppts
毛利率 (%)		7.1	(4.0)ppts	0.3 ppts	7.9	(0.8)ppts		8.4	1.3 ppts	0.1 ppts	8.6	(0.1)ppts
營業利益率 (%)		4.6	(3.3)ppts	0.3 ppts	5.1	(0.4)ppts		5.8	1.2 ppts	0.2 ppts	5.7	0.1 ppts
淨利率 (%)												

資料來源: Bloomberg; 凱基預估

圖 8: FY2026 與 FY2027 預估暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬美元	2026F					2027F				
	公司財測 (中位數)	凱基預估	年增(%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	年增(%)	市場共識	差異(%)	
營收	103,000	107,453	12.4	102,877	4.4	113,420	5.6	110,813	2.4	
毛利		24,109	10.5	22,340	7.9	25,761	6.9	23,877	7.9	
營業利益		9,573	12.2	9,266	3.3	10,642	11.2	10,058	5.8	
稅前利益		8,095	13.2	7,770	4.2	9,218	13.9	8,623	6.9	
稅後淨利		6,669	13.7	6,378	4.6	7,472	12.0	7,113	5.1	
EPS (US\$)	9.40	9.50	16.7	9.08	4.6	10.64	12.0	10.13	5.1	
毛利率 (%)	0.0	22.4	(0.4)ppts	21.7	0.7 ppts	22.7	0.3 ppts	21.5	1.2 ppts	
營業利益率 (%)		8.9	(0.0)ppts	9.0	(0.1)ppts	9.4	0.5 ppts	9.1	0.3 ppts	
淨利率 (%)		6.2	0.1 ppts	6.2	0.0 ppts	6.6	0.4 ppts	6.4	0.2 ppts	

資料來源：Bloomberg；凱基預估

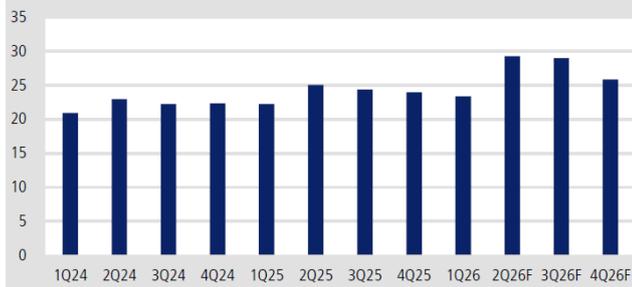
**圖 9: 公司概況**

Dell 主要業務為提供電腦相關產品，業務可分為基礎設施解決方案 (Infrastructure Solutions ; ISG ; FY2025 營收占比 46%)、客戶解決方案(Client Solutions ; CSG ; 51%) 與其它 (4%)。其中 AI 伺服器營收 FY2025 占比達 10%。

資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 季營收**

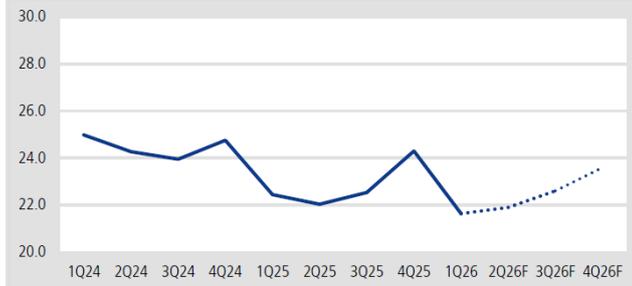
季營業收入，十億美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 13: 毛利率**

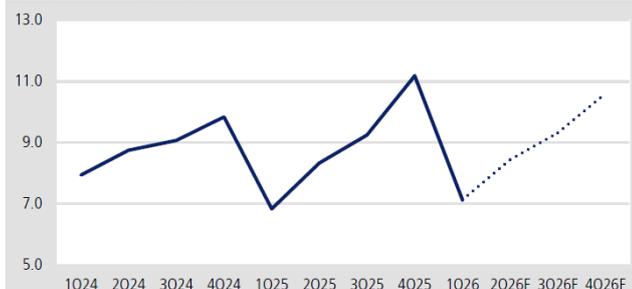
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 15: 營業利益率**

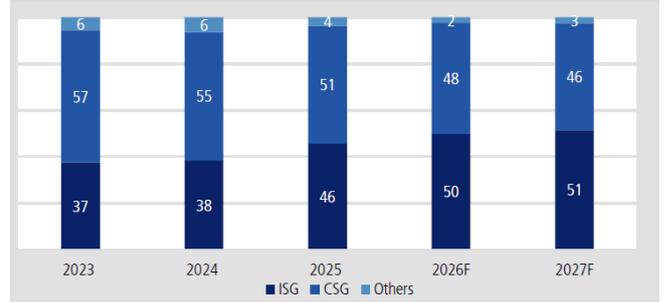
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: FY2025 ISG 營收比重達 46%**

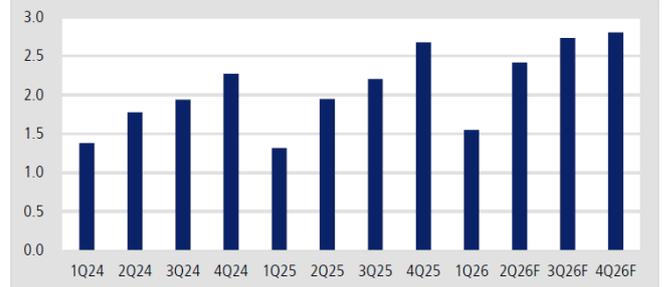
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 每股盈餘**

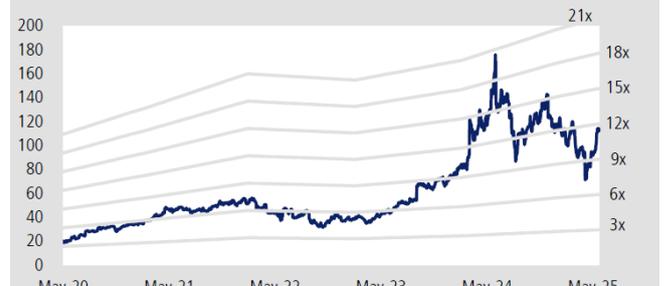
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 14 未來 12 個月預估本益比**

股價，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



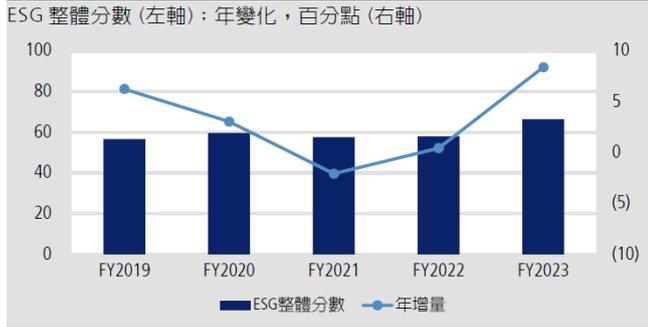
資料來源：彭博；凱基

**圖 16: 未來 12 個月預估股價淨值比**

股價淨值比，倍



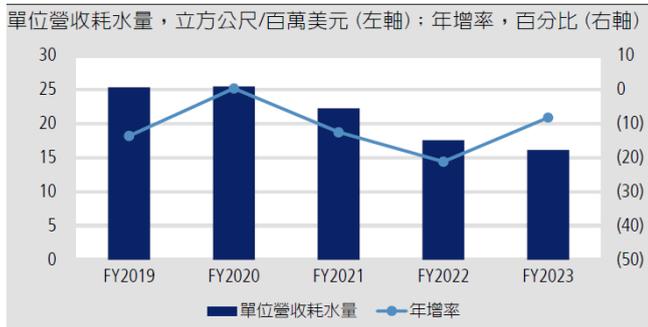
資料來源：公司資料；凱基

**圖 17：ESG 整體分數**


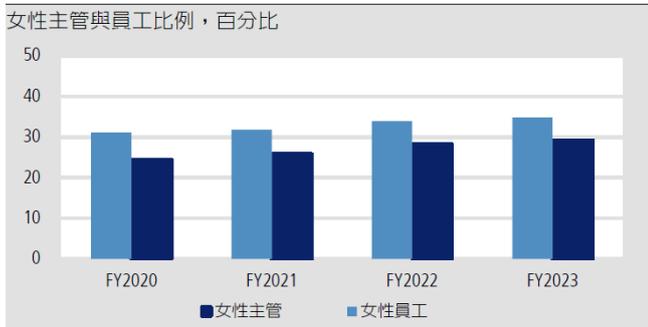
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19：能源消耗**

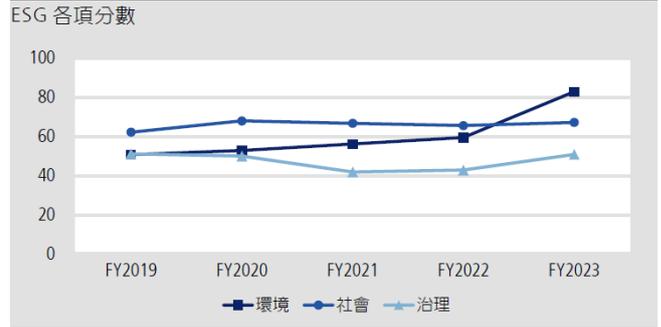

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 21：耗水量**


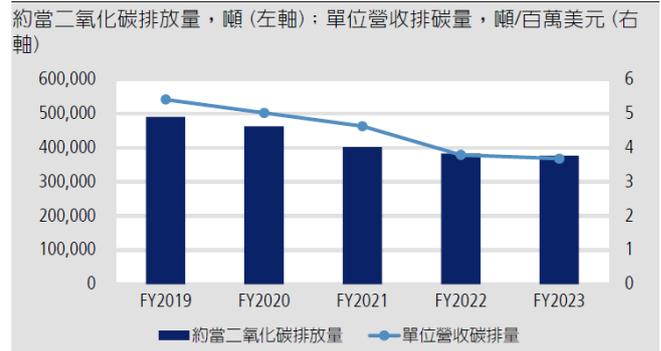
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 23：性別多樣性**


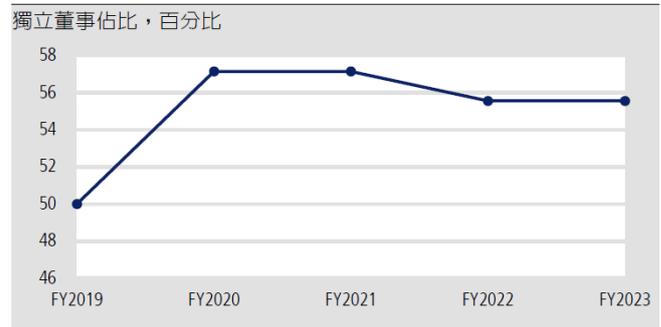
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18：ESG 各項分數**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20：碳排放量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 22：獨立董事**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 24：非危害性廢棄物**


資料來源：Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。